



Revista de Fomento Social, 55 (2000), 47-66

Hacia un único mercado de valores en la Unión Europea¹

*Mateo AMBROSIO ALBALÁ**

Introducción

El comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria ha originado una gran cantidad de literatura sobre el tema, y especialmente en torno a los efectos macroeconómicos que la introducción de la moneda única tendrá sobre las instituciones y mercados financieros en el ámbito comunitario².

¹ Artículo elaborado a partir de una investigación presentada en junio de 1999 en el curso "Mercados e instrumentos financieros para la empresa" de la Primera Anualidad del Programa de Doctorado "Planificación, dirección y entorno económico social de la actividad empresarial", impartido durante el bienio 1998-2000 en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ETEA), adscrita a la Universidad de Córdoba. Agradezco a Adolfo Rodero Franganillo, José Juan Romero Rodríguez y Manuel Delgado Álvarez sus valiosos comentarios a la primera versión del artículo. Los errores y opiniones son de mi exclusiva responsabilidad.

* Becario de investigación del Departamento de Economía General, Ciencias Jurídicas y Sociología de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ETEA), adscrita a la Universidad de Córdoba.

² GARCÍA SANTOS (1996), pág. 154.

Se suele insistir en que la fijación irrevocable de unos tipos de cambio en las monedas, la sustitución de las monedas nacionales por el euro y la existencia de una única política monetaria incidirá sobre la estructura operativa de los mercados financieros³; lo cual no deja de ser, hasta cierto punto, bastante obvio. Igual que hablar de la eliminación del riesgo de cambio resultante de la sustitución de las monedas nacionales por una única moneda.

Sin embargo, que esto origine una mayor movilidad del capital, provoque una tendencia a la igualación del precio de los instrumentos financieros, acentúe la competencia entre los operadores financieros, “contribuyendo al aumento de la eficiencia de la generalidad de los sistemas financieros y (...) a la gradual dilución de sus rasgos específicamente nacionales”⁴, o “que la política monetaria común articulada por un SEBC⁵ [independiente del poder político] proporcionará un entorno de crecimiento estable, sin inflación [o con ésta controlada] que atraerá el interés inversor frente al resto de países emisores”⁶, dependerá en gran medida de las actuaciones de los agentes y sus reacciones ante el proceso de integración monetaria y económica, entre muchos otros factores.

A la fecha de redacción de este texto, hace menos de un año que ha dado comienzo la tercera fase de la Unión Monetaria. Hay quienes afirman que “la integración culminará cuando las transacciones se realicen en una misma moneda”⁷. Quizás en términos políticos, esta opinión puede ser aceptable. En términos financieros, cabría esperar esta culminación sobre un horizonte más ambicioso, siempre a la espera de las reacciones en los agentes, pues no todas las dificultades en el camino hacia un mercado único de valores son de índole jurídica, política o económica. Hay características nacionales que dificultan la realización de actividades transfronterizas,

“La necesidad de familiarizarse con las condiciones de los mercados nacionales [en referencia al mercado hipotecario] dificulta la creación de productos bancarios estándar ‘paneuropeos’, lo que supone una barrera para la actividad transfronteriza”⁸

pero también se mantienen sentimientos de nacionalidad⁹ en los países europeos que tendrán su peso específico a la hora de lanzar una iniciativa comuni-

³ ONTIVEROS BAEZA (1997), pág. 129.

⁴ *Ibidem*, pág. 133.

⁵ Sistema Europeo de Bancos Centrales.

⁶ GARCÍA SANTOS (1996), pág. 155.

⁷ *Ibidem*, pág. 149.

⁸ BANCO CENTRAL EUROPEO (1999), pág. 47.

⁹ SOLER MOVILLA (1999), pág. 59.

taria de mercado único de valores. En este sentido, las experiencias de los mercados de valores de alto crecimiento o alto riesgo EASDAQ y EURO.NM¹⁰ puede ser muy ilustrativa al respecto de qué modelo puede ser más exitoso. Sobre este punto volveremos más adelante.

Se suele afirmar que, a pesar de todos los esfuerzos realizados para la construcción de un mercado financiero integrado, el efecto sobre la industria financiera europea ha sido realmente pequeño, en cuanto que aún se mantiene una estructura nacional en la provisión de servicios financieros, existen productos financieros sobrevalorados en comparación a otros países del entorno y persisten diferencias en todos los países comunitarios en cuestiones de legalidad, fiscalidad, regulaciones y métodos de supervisión¹¹.

Se plantea la existencia de distintas fuerzas que se resisten al cambio. Aparte de que la industria financiera no se haya adecuado a los cambios desreguladores en un entorno macroeconómico agresivo, el papel activo desempeñado por los Estados nacionales¹² ha reducido la competencia entre los países¹³, retrasando el desarrollo de un mercado bursátil único. Tan solo las alianzas establecidas entre las entidades intermediarias y los propios órganos rectores de los mercados, como vino a confirmar la alianza de 1997 entre las bolsas de Francfort y Londres¹⁴, podrían entorpecer las intenciones de los Estados europeos de defender sus intereses nacionales, con todo lo que de confuso pueda tener el concepto de *interés nacional* en un ámbito como el financiero. Tras el surgimiento de la plataforma anglo-germana, rápidamente surgieron en nuestro país opiniones que animaban a una incorporación inmediata al proyecto:

“El acuerdo Londres-Francfort ilustra el camino a recorrer. Por lo que respecta a las plazas españolas, es absolutamente necesaria su previa integración en una plataforma de negociación y liquidación única. Después deben analizarse, con detalle pero sin pausa, las ventajas y los inconvenientes de vincularse a la plataforma única europea y decidir rápidamente la acción conveniente a la vista de sus conclusiones”¹⁵.

“... la estrategia de las restantes bolsas europeas sólo dispone de dos posibles alternativas (...). La primera de ellas es, obviamente, reproducir dicha alianza con otros mercados, que tiene el inconveniente (...) que debería incluir un número mucho

¹⁰ Para una descripción individual y comparada de estos mercados, véase SOLER MOVILLA, Ma. Angeles (1999), *EASDAQ y EURO.NM: mercados paneuropeos para PYMES*, Actualidad Financiera, enero, pp.41-60.

¹¹ MCCAULEY y WHITE (1997), pág. 2.

¹² VALERO (1998), pág. 240.

¹³ MCCAULEY y WHITE (1997), pág. 3.

¹⁴ VALERO (1998), pág. 240.

¹⁵ RODRÍGUEZ RAMOS (1998), pág. 20.

más amplio de los mismos, lo cual (...) tiende a dificultar la formación y puesta en práctica de este tipo de alianzas. La otra alternativa es, desde luego, aprovechar el carácter abierto de la alianza anglo-germana y unirse a la misma tan pronto como sea posible y en las mejores condiciones que se pueda, teniendo en cuenta que (...) con toda probabilidad serán las dos bolsas de la misma las que tiendan a imponer las reglas de juego dentro de esa posible bolsa europea unificada”¹⁶

En las líneas siguientes se pondrá de relieve cuáles han sido los pasos dados hasta la fecha de creación de un mercado único de valores en la Unión Europea. Nos centraremos no tanto en las autoridades comunitarias, como en las acciones desarrolladas por las propias entidades participantes y agentes de mercado, en el sentido más agregado de estos términos, al llevar a cabo acciones que hayan aprovechado y dado contenido al marco legal e institucional establecido a través de sucesivas normas comunitarias. Para concluir el artículo, se incluye una reflexión sobre la función social de un mercado de valores, con el que se pretende recuperar un aspecto del ámbito financiero que suele ser obviado en aras de una concepción científica, funcional y pretendidamente aséptica y desideologizada de las economías.

Integración financiera en el ámbito comunitario

El origen de este proceso de integración de los mercados europeos de valores habría que situarlo, formalmente, a comienzos de los setenta. En 1973 se aprueba la Directiva 73/183/CEE, que viene a desarrollar los principios de libertad de establecimiento y acceso a la actividad de entidades de crédito y a su ejercicio, y de libertad de prestación de servicios, ambos establecidos en el Tratado de Roma junto a la libre circulación de capitales. El desarrollo normativo posterior¹⁷ ha permitido una integración cada vez mayor entre los sistemas financieros y, en particular, entre los mercados de valores. Varias circunstancias nos permiten hacer esta afirmación.

En primer lugar, la homogeneización del tipo de instrumentos financieros negociados. Efectivamente, entre 1985 y 1995 ha habido un desplazamiento del ahorro en todos los países de la Unión Europea de la renta fija (incluyendo los depósitos a plazo) y a corto plazo hacia seguros de vida y fondos de pensiones, acciones y fondos de inversión. Todo ello causado, en última instancia, por una reducción generalizada de los tipos de interés en el área comunitaria, pero sin

¹⁶ VALERO (1998), pág. 241.

¹⁷ Sobre la regulación comunitaria al respecto y su adaptación a la normativa española, véase GARCÍA-VAQUERO (1998), pp.75-79.

obviar que la exigencia de mejores coberturas ha propiciado que las gestoras de fondos de pensiones canalicen sus inversiones hacia valores más rentables.

También habría que mencionar la reducción generalizada en el número de entidades de crédito. Si en 1985 existían más de 11.200 entidades de crédito en los países que actualmente forma parte del área del euro, en abril de 1999 esta cifra no superaba las 8.250 entidades¹⁸. Esta reducción ha resultado de un proceso de consolidación en los sistemas bancarios nacionales, mediante unos procesos de fusión y adquisición entre entidades, más que de la liquidación de las entidades existentes. A su vez estas reducciones en el número de entidades se han producido entre las cooperativas de crédito y las cajas de ahorro, mientras que el número de bancos comerciales ha crecido desde mediados de los años ochenta, debido a la creación de nuevos bancos y la transformación de algunas cajas y cooperativas de crédito en sociedades anónimas¹⁹.

Las fusiones entre entidades de países diferentes han sido comparativamente reducidas. A pesar de las expectativas que hayan podido crearse dada la legislación sobre el mercado único y la constitución de la UEM, pudieran existir casos como el proceso de adquisición del BSCH sobre el Grupo Champalimaud, de Portugal, donde los sentimientos de nacionalidad, e intereses de otra índole, formalizados mediante vetos gubernamentales a los acuerdos privados, son antepuestos y legitimados desde el ámbito nacional frente a los compromisos adquiridos como resultado del proceso de integración financiera. En estos casos, la respuesta de Bruselas no debería dejar lugar a dudas sobre la naturaleza de la acción nacional, contraria al espíritu integracionista y transgresora de la norma establecida al respecto.

Si entre entidades de los sistemas financieros comunitarios se están produciendo estos procesos y, paralelamente, hay una mayor homogeneización en la composición de los instrumentos financieros nacionales, en el ámbito de los mercados de valores también es posible comprobar el acercamiento que se está produciendo.

En un estudio de 1997, ya se mostraba la elevada integración entre los mercados a través de la correlación media de los índices bursátiles elaborados por Morgan Stanley²⁰ en algunas plazas europeas para los periodos 1982-88 y 1988-94²¹, resultando para el segundo período unas correlaciones más eleva-

¹⁸ BANCO CENTRAL EUROPEO (1999), pág.52.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Agencia internacional de calificación de riesgos. En Internet: <http://www.msdt.com/main.htm>

²¹ GRILLI y DI GIORGIO (1997), pág. 19.

²² *Ibidem*.

das. Esto confirmaría que el proceso de liberalización e integración financiera ha tenido un reflejo efectivo en una mayor interrelación de los mercados europeos de capitales. En un análisis más detallado, las conclusiones obtenidas permiten afirmar que las mayores correlaciones se produjeron a finales de los ochenta y con anterioridad a la crisis del SME²².

Un estudio más reciente²³ perfila aún más las relaciones existentes entre las principales bolsas de la Unión Europea. Utilizando los datos diarios de los índices de las principales bolsas entre julio de 1995 y agosto de 1997, se observa que tanto en términos de rentabilidad como de volatilidad, los índices de los países del centro y norte de la Unión Europea presentan entre sí una correlación mayor que la existente entre los países del sur, y que la de éstos con los países del norte²⁴.

Los movimientos conjuntos en los índices (como indicadores de las variaciones en los precios de las acciones) se ven justificados por la existencia de políticas económicas coordinadas entre los distintos países, expectativas económicas, procesos paralelos de liberalización y desregulación de los mercados, así como por otras tendencias comunes (innovaciones financieras, avances tecnológicos, importancia de los inversores institucionales, etc.)²⁵.

Otra circunstancia a considerar es la participación de títulos extranjeros en los mercados de valores nacionales. A febrero de 1999 destacaba Luxemburgo, donde la práctica totalidad (99,8%) de los títulos de renta fija negociados en su mercado pertenecían a empresas de otra nacionalidad. A gran distancia se situaban las plazas de París (29,8%), Amsterdam (22,5%) y Madrid (21,9%).

En renta variable, por el contrario, tan solo en Luxemburgo y Francfort los valores de emisores foráneos superaban el 85% de los títulos negociados. En el resto de plazas, ese porcentaje no superaba el 5%.

En volumen negociado, el peso de los valores foráneos es insignificante en términos porcentuales. Tan solo en el mercado de Francfort alcanzan el 10% del total de recursos. Cercano queda el mercado de Bruselas, y algo más distante el de París, que no llega al 5%²⁶.

Nos encontramos, pues, en una situación donde se mantienen ciertas heterogeneidades, como hemos visto por el distinto grado de presencia de valores foráneos en los mercados nacionales, o los niveles de transposición nacional de ciertas materias legisladas a nivel comunitario. A su vez, aumenta la

²³ DE MIGUEL COLOM, Ma. del Mar et al. (1998), *Integración de las principales bolsas de la Unión Europea: un análisis reciente*, Actualidad Financiera, julio, pp.3-21.

²⁴ *Ibidem*, pág. 19.

²⁵ *Ibidem*, pág. 5.

²⁶ Cifras elaboradas sobre información disponible en <http://www.fese.be/stats/stats.htm>

interrelación entre los mercados nacionales, medida por la correlación entre índices bursátiles, especialmente entre los mercados situados en el norte y entre los situados en el sur de la Unión. Y todo ello en un contexto en el que se profundiza la creación de un marco legislativo único, que anima a la consolidación de los sistemas financieros nacionales, y en el que se respetan directrices macroeconómicas únicas, lo que ha producido una pérdida generalizada de interés de los instrumentos de ahorro e inversión de renta fija frente a la renta variable, junto a otras opciones.

Avances en la integración institucional

Por su parte, los avances institucionales están alcanzando otros ámbitos como son las redes de cooperación entre los mercados, los sistemas electrónicos de negociación y compensación de títulos compartidos entre las plazas, la creación de nuevos mercados transnacionales resultado de cambios significativos en la especialización bursátil y la elaboración de familias de índices bursátiles.

Una vez homogeneizados los requisitos que debe cumplir un título para ser admitido a cotización en un mercado comunitario determinado, la existencia de sistemas comunes de negociación en varias plazas facilita, de cara a los operadores, la rapidez y fiabilidad de las operaciones ejecutadas. A modo indicativo, podríamos mencionar la **Red EuroGLOBEX**, en la que participan los mercados de derivados MATIF de Francia, MEFF Renta Fija de España, y desde diciembre de 1998, el mercado italiano MIF, y la **Red Eurex**, resultante de la fusión en otoño de 1998 de los mercados de derivados de Alemania *Eurex Deutschland* y de Suiza *Eurex Zurich*, y que supuso la creación de un mercado de derivados genuinamente europeo, al que recientemente se adhirió el mercado finés HEX Ltd.

Ahora bien, que varias plazas compartan un mismo sistema de negociación, compensación y/o liquidación de valores no implica la existencia de una red de colaboración entre dichas plazas, si bien facilita cualquier intento posterior de negociación simultánea de un mismo valor. En este grupo mencionaríamos el **Sistema de negociación OM**, a través de la cual los mercados de opciones y futuros de Milán (IDEM), Londres, Estocolmo, Viena y Hong Kong comparten el sistema de negociación sueco del mismo nombre; y el **Sistema MEFFTRACS**, desarrollado por MEFF Holding en España e implantado en otros mercados, como el Mercado de Futuros de Cítricos de Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones de Portugal, CACOV de Caracas (Venezuela) y el WTB de Hannover (Alemania).

En cuanto a la creación de nuevos mercados, destacaríamos dos mercados de reciente creación, pero consolidados en el segmento de las empresas jóvenes de reducidas dimensiones y con un fuerte potencial de crecimiento²⁷: el EASDAQ, surgido a partir de la constitución en 1994 de la Asociación Europea de Intermediarios de Valores (EASD²⁸), y el EURO.NM, creado en 1996 a partir de un acuerdo entre la Bolsa de Bruselas y el *Nouveau Marché* de la Bolsa de París.

El EASDAQ es un mercado electrónico con sede en Bruselas, cuyo Reglamento está adaptado a las leyes belgas –y sujeto a la Comisión Belga de Banca y Finanzas, órgano supervisor y rector de los mercados de valores en Bélgica–, aunque muy influenciado por la NASDAQ²⁹ y la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los EE.UU., por la implicación de intermediarios e instituciones financieras estadounidenses en su constitución.

CUADRO 1

Distribución por nacionalidades de las empresas cotizantes en EASDAQ (en términos porcentuales)

Bélgica	22,4	EE.UU.	18,4	Reino Unido	16,3	Francia	12,2
Austria	10,2	Holanda	4,1	Italia	4,1	Israel	4,1
Liberia	2,0	Irlanda	2,0	Alemania	2,0	Bermudas	2,0

Fuente: www.easdaq.be; agosto de 1999. Elaboración propia.

EASDAQ es un mercado descentralizado y completamente independiente de cualquier otro ya existente en la Unión Europea; su reconocimiento como mercado de valores por la autoridad competente belga le permite, gracias a la Directiva comunitaria 22/1993³⁰, el desarrollo de su actividad en cualquier otro país de la Unión, lo cual facilita el acceso a este mercado y agiliza la transmisión de información a los participantes de cualquier país comunitario. Como se

²⁷ Como precursor de estos nuevos mercados podría considerarse el *Alternative Investment Market* (AIM) perteneciente a la Bolsa de Londres [SOLER MOVILLA (1999), pág.50].

²⁸ *European Association of Securities Dealers*, formado por un grupo de intermediarios bursátiles, empresas de capital inversión e instituciones financieras de Europa y Estados Unidos [SOLER MOVILLA (1999), pág. 42].

²⁹ *National Association of Securities Dealer Automated Quotation* de los Estados Unidos, primer mercado financiero sin ubicación física y completamente automatizado; se creó en 1971 [Ibidem].

³⁰ Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

muestra en el cuadro 1, de hecho es un mercado abierto a la negociación de valores de empresas de cualquier nacionalidad.

Por su parte, el **EURO.NM** se podría definir como una “confederación de mercados de ámbito nacional”³¹ que en la actualidad está compuesta por cuatro mercados: el *Nouveau Marché* de la Bolsa de París, el *Neuer Markt* de la Bolsa de Francfort, el *NMAX* de la Bolsa de Amsterdam, y el *EURO.NM Belgium* de la Bolsa de Bruselas³², y al que en breve se conectarán los de Copenhague, Estocolmo y Zurich³³. Esta composición hace que cada mercado miembro tenga su propio reglamento, y que la supervisión y vigilancia de la actividad bursátil sea tarea respectivamente de los órganos rectores de cada Bolsa. También es un mercado abierto a empresas de distintas nacionalidades, lo que en teoría, provoca una fuerte competencia con el EASDAQ. En EURO.NM el peso del mercado alemán –en términos de capitalización bursátil– influye decisivamente en la marcha del mercado en su conjunto³⁴.

Por el momento, el mercado más pujante es EURO.NM tanto por el número de empresas como por el volumen de contratación, si bien las diferencias entre el *Neuer Markt* y el *Nouveau Marché* y los otros dos mercados miembros son notables.

En este sentido, un aspecto interesante es el de la doble cotización de algunas empresas, donde habría que diferenciar de un lado a las empresas que utilizan el EASDAQ para penetrar en el mercado europeo, aun cuando cotizan en otros mercados de valores (el 26,5% de las empresas que cotizan no son europeas; de las 12 empresas con doble cotización, el 70% cotizan en el EASDAQ y el NASDAQ³⁵, siendo de ellas 7 estadounidenses y 4 europeas). Por otro lado, tenemos a las empresas que acceden por primera vez al mercado bursátil y emiten de forma simultánea en dos mercados con el objetivo de ampliar el número de inversores al que se dirige. No habría que olvidar la vulnerabilidad

³¹ SOLER MOVILLA (1999), pág. 58.

³² En un primer momento, el acuerdo de constitución de 1996 estableció unas condiciones comunes tan generales que cada uno de los mercados concretaba estas características con criterios divergentes. Por ejemplo, las condiciones de admisión a cotización en el *Nouveau Marché* francés exigían un volumen mínimo de 20 millones de francos franceses de activo y de 8 millones de recursos propios, mientras que en el *Neuer Markt* alemán no se estableció ningún límite cuantitativo. Esta situación provocó que en 1998 se firmara un nuevo Acuerdo de Armonización orientado a aumentar la convergencia, obligando a cada mercado miembro a incorporar las nuevas condiciones en sus respectivos reglamentos.

³³ GARCÍA TRUJILLO (1999), pág.19.

³⁴ SOLER MOVILLA (1999), pág. 51.

³⁵ Facilitado por la implicación del mercado NASDAQ y de la SEC estadounidense en la constitución de este mercado europeo [SOLER MOVILLA (1999), pág. 42].

de las empresas objetivo de estos mercados, más sensibles a los ciclos económicos. A este respecto, EASDAQ presenta una ventaja mayor a EURO.NM, al incluir empresas con un mayor grado de implantación en sus respectivos sectores de actividad, lo que proporcionaría una mayor confianza al inversor³⁶.

Por último, otro tipo de asociación más peculiar es la colaboración entre los mercados de valores para la elaboración de familias de índices bursátiles transnacionales. Entre las principales familias de índices bursátiles transnacionales de valores europeos, habría que destacar el **Euro.NM All Share Index**, el **FT-SE Eurotop 100 Index** y el **Dow Jones Euro STOXX 50**³⁷.

Más allá de ser meros indicadores de precios, el desarrollo de nuevos productos financieros (y en especial, de los sofisticados derivados) ha permitido la valoración y negociación de los índices bursátiles. La inclusión de valores negociados en las bases de cálculo de estos índices supondría, aparte de un excelente reconocimiento a las empresas por el desempeño en la cotización de sus títulos, un mayor peso de cada mercado en el cálculo de cada índice, lo que viene a reforzar la posición en las sociedades encargadas de la elaboración del mismo.

Manteniendo las particularidades e intereses nacionales

El movimiento hacia la integración de las bolsas europeas es un hecho. Esto no significa que existan estructuras institucionales homogéneas en los mercados nacionales de valores. Un análisis somero nos permite identificar ciertas semejanzas y diferencias en las estructuras institucionales de los mismos.

Por ejemplo, en los mercados de valores de Austria, Finlandia e Italia existe un solo órgano que gestiona tanto los segmentos de mercado orientados a renta fija y variable como los orientados a productos derivados. Estos tres países desarrollaron en 1997 un proceso de reorganización de sus respectivos mercados, lo que condujo a la transformación de cada mercado en un segmento de una única bolsa de valores. Diferente es el caso de Alemania, Bélgica y Portugal, donde los respectivos mercados de valores de renta fija y variable y el mercado de productos derivados mantienen órganos rectores diferentes. Francia y España mantienen, por su parte, una estructura muy similar, dado que los mercados de renta fija, renta variable y derivados son gestionados por sociedades independientes.

³⁶ SOLER MOVILLA (1999), pág. 59.

³⁷ Para más información sobre los índices mencionados remitimos a la dirección del *European Stock Market Website* citado en la bibliografía.

En el caso de los mercados de productos derivados, esta clasificación se puede incluso simplificar aún más, dado que la mayoría de los países mantiene un único mercado que engloba todos los posibles productos derivados. De los países considerados (véase cuadro 3), tan solo Francia, Italia y España mantienen dos mercados diferenciados según el activo subyacente, de un lado los índices y acciones, y del otro todos los productos relacionados con deuda pública y/o privada, divisas, tipos de interés y *commodities*.

CUADRO 2
Mercados europeos de productos derivados

País	Mercado	Activos subyacentes de los productos derivados negociados					
		Deuda	Acciones	Índices	Divisas	Tipos de interés	Commodities
Austria	ÖTOB	X	X	X			
Alemania	EUREX Alemania	X	X	X	X		
Bélgica	BELFOX	X	X	X	X		
Finlandia	HEX	X	X	X		X	
Francia	MONEP		X	X			
	MATIF					X	X
Italia	IDEM		X	X			
	MIF	X				X	
España	MEFF Renta Variable		X	X			
	MEFF Renta Fija	X			X	X	

Fuente: Elaborado en base a la información disponible en los servidores oficiales en Internet de cada mercado derivado.

Aparte de estas diferencias y semejanzas estructurales, existe una conciencia generalizada en cuanto a la necesidad de establecer convenios con otros mercados para la negociación conjunta de valores, de abrir los mercados a nuevos valores financieros de otras economías, en definitiva, nuevas alianzas que amplíen tanto la liquidez como sobre todo el tamaño de los respectivos mercados. El caso más cercano es el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros (LATIBEX), que empezó a funcionar a principios de diciembre con la participación de cinco grandes empresas latinoamericanas, de las cuales cuatro son entidades financieras cuyos accionistas mayoritarios son el BBV y el BSCH. Uno de los requisitos para cotizar en este mercado es estar previamente admitido a negociación en alguna bolsa latinoamericana, cuya normativa y

funcionamiento sean equiparables a la de LATIBEX³⁸.

Otro ejemplo más avanzado podría venir de las manifiestas intenciones austríacas de servir de puerta de entrada a valores de los países del Este en los mercados europeos. En este intento, el Mercado Austríaco de Opciones y Futuros (ÖTOB) está negociando desde la primavera de 1997 opciones y futuros en dólares –y más recientemente en euros– sobre índices de valores negociados en los mercados de la República Checa, Hungría, Polonia, Eslovaquia y Rusia, a la vez que ha elaborado un índice regional sobre valores de los cuatro primeros países (índice CECE).

Alternativas para un mercado único de valores europeo

A la vista de las experiencias descritas, podríamos plantear hasta tres posibles modelos de mercado único de valores europeo. En todos los modelos sería necesaria una convergencia hacia sistemas comunes de negociación, compensación y liquidación, tanto informáticos como contables; se mantendrían las diversas plazas bursátiles nacionales, fortaleciendo el componente de descentralización, aunque el papel que se le asignaría a cada una variaría de un modelo a otro. En cualquier caso, en un mercado de valores europeo no competirían entre sí tan solo las empresas operantes o los valores negociados, sino también los propios mercados³⁹.

- I) *Modelo centralizado*: tendente hacia un único centro relevante de ámbito europeo, cuya primera candidata era Londres, sin olvidar a Francfort. De ahí, las airadas reacciones de las autoridades francesas ante la alianza entre ambas plazas en 1997⁴⁰.
- II) *Modelo descentralizado autónomo*: basado en el modelo de EASDAQ, un mercado independiente de cualquier centro bursátil existente en la Unión Europea, cuyo funcionamiento estaría muy ligado a las nuevas tecnologías de la información y a las directivas comunitarias, a la hora de ampliar su presencia a inversores y empresas de otros países miembros. Su reglamentación estaría afectada por la legislación existente en el país donde se domiciliara, lo que también facilitará la relación con otros

³⁸ Autorizado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de octubre de 1999, y completado por Orden de 10 de marzo de 2000 sobre inversiones de las instituciones de inversión colectiva en valores negociados en el Mercado de Valores Latinoamericanos. Para más información sobre este mercado, véase en Internet: <http://www.latibex.com>

³⁹ VALERO (1998), pág. 240.

⁴⁰ *Ibidem*.

mercados, dados los procesos de homogeneización legislativa que siguen los países miembros de la Unión Europea. Estaríamos hablando de un modelo en el que las plazas existentes podrían actuar como meras terminales muertas, ‘portales de entrada’ a ese nuevo mercado.

III) *Modelo descentralizado confederado*: correspondiente al modelo seguido por EURO.NM, basado en acuerdos de integración⁴¹, en los que se respetaría la personalidad jurídica de cada centro bursátil, los cuales actuarían como ‘sucursales’ de un mercado paneuropeo, que sería más fiel al espíritu de nacionalidad existente en Europa⁴², y por el que inversores y empresas comunitarias podrían acceder a un mercado internacional desde su propio mercado nacional. A su vez, ello permitiría ampliar a los intermediarios y los centros bursátiles de cada país su ámbito de actuación sin depender de una estructura supranacional que los controlara. En este sentido ya se han citado proyectos que están cuajando con éxito: el propio mercado EURO.NM o el propio proyecto de mercado electrónico de grandes valores europeos o *eurobolsa*, concretado en el acuerdo de colaboración de las bolsas de París, Francfort, Bruselas, Amsterdam, Milán, Londres, Zurich y Madrid del pasado 27 de noviembre de 1998, y basado en el acuerdo inicial firmado por los mercados británico y alemán en 1997.

Recientemente, y tras un tiempo en el que parecía que el proyecto de creación de un mercado único europeo de valores estaba en dique seco, han vuelto a aparecer noticias al respecto. El anuncio hecho por la prensa del proyecto de los grandes bancos de inversión norteamericanos de crear una nueva bolsa europea⁴³, pareciera que ha animado a los promotores de la *eurobolsa* a resolver las diferencias existentes en temas como el reparto del poder y de los ingresos obtenidos a través del nuevo mercado. Estas divergencias aún parecen mantenerse. Pero sí resulta evidente que el anuncio hecho a finales del pasado mes de septiembre de anunciar la apertura para finales del 2000 de la «Bolsa europea de grandes valores»⁴⁴ se podría interpretar como una reacción a las intenciones del otro lado del Atlántico.

La idea del proyecto europeo seguiría el espíritu de lo que hemos apuntado

⁴¹ RODRÍGUEZ RAMOS (1998), pág. 20.

⁴² SOLER MOVILLA (1999), pág. 59.

⁴³ «Bancos de inversión de EEUU se plantean crear una Bolsa europea», CINCO DÍAS, 14 de septiembre de 1999.

⁴⁴ «La Bolsa europea de grandes valores arrancará en noviembre del 2000», CINCO DÍAS, 24 de septiembre de 1999.

como un *modelo descentralizado confederado*, que supondría un modelo operativo común para los principales valores de cada mercado. Éstos mantendrían sus propios sistemas de contratación, debiendo realizar las adaptaciones necesarias en sus propios sistemas de contratación. Otras características de este modelo de mercado sería una contratación electrónica continua y dirigida por órdenes; un acceso estándar a todos los mercados; el sistema de contratación previo y posterior a la negociación sería anónimo –en la actualidad, tan sólo en la Bolsa española es público qué intermediarios compran o venden–; funcionamiento y reglas armonizadas para la contratación continua; mecanismos de control armonizados para evitar la manipulación del mercado o de los índices; y un acceso al mercado en igualdad de condiciones para todos los miembros, con independencia de la localización geográfica.

Hablar de integración en los mercados de valores comunitarios probablemente no sea sinónimo de mercado único; ni tan siquiera se debiera pensar que la existencia de una moneda única implique la culminación de un proceso que no acaba sino de comenzar.

Epílogo: la función social de un mercado de valores

El desarrollo de un marco legislativo e institucional apropiado para la integración de los mercados de valores tendría como principales beneficiarios directos a los agentes demandantes de recursos y a los agentes oferentes de los mismos. Para los primeros supondría una mayor oferta de recursos, lo que les permitiría diversificar las fuentes de financiación y reducir sus costes de capital. Para los segundos, una mayor demanda de recursos, beneficioso para diversificar sus colocaciones y gestionar eficazmente una reducción del riesgo inherente a cualquier decisión de inversión. Hasta ahora todo parece indicar que los pasos dados en el proceso de integración financiera en la Unión Europea parecen procurar el logro de estos beneficios.

Llegados a este punto, nos planteamos si este proceso realmente tiene algún alcance para la mayoría de la población. ¿Beneficia al ciudadano la integración de los mercados europeos de valores y el desarrollo de los principios de libertad de establecimiento y de prestación de servicios financieros?

En la medida que la ciudadanía invierta o negocie, podrá acceder a una mayor variedad de instrumentos financieros que, eficientemente negociados, les permitirá aprovechar los procesos de especulación y arbitraje en su beneficio. Así mismo, al aparecer nuevas empresas de servicios financieros de asesoramiento y gestión de cartera, el usuario de éstos se verá beneficiado en la medida que la competencia conduzca a una reducción en los precios por el servicio

prestado. Pero los mercados de valores no sólo benefician a quienes participan directamente en ellos. La canalización rápida y flexible de los fondos de los ahorradores a los inversores facilita los pagos e intercambios entre agentes. Esto permite la ejecución de proyectos empresariales de enorme importancia para el desarrollo económico de un país, lo que tiene efectos muy beneficiosos para el conjunto de la sociedad.

Sin embargo, el establecimiento de un marco que permita los acuerdos de colaboración entre mercados de valores, y el levantamiento de cualquier traba a la prestación de servicios financieros y al establecimiento de una empresa en otro Estado, no garantiza en absoluto los beneficios teóricos mencionados ni asegura la inexistencia de abusos para el consumidor de estos servicios. En una reciente comunicación de la Comisión⁴⁵, se establecían las líneas generales de un marco de acción para la mejora de los servicios financieros. Entre las líneas señaladas, se insistía en la necesidad de “reconciliar de manera pragmática la exigencia de una integración efectiva de los mercados financieros con la de un elevado nivel de protección de los consumidores”⁴⁶, distinguiendo claramente entre usuarios de servicios financieros profesionales y no profesionales; determinando las diferencias principales entre las normativas nacionales vigentes que justifiquen la aplicación de la mismas; y fomentando la convergencia de las prácticas nacionales hacia un nivel mayor de protección de los consumidores.

En estos tiempos en los que se aboga por la libertad económica sin más, se echa en falta una compañera de viaje que debiera ser inseparable: la responsabilidad personal. Desgraciadamente se ha venido propugnando desde el ámbito académico y profesional una concepción de los mercados de valores, entendidos como un “mundo de relaciones funcionales donde, lógicamente, la ética no tiene sentido”⁴⁷. Una concepción de la economía entendida como una realidad científica, alejada de “cualquier atisbo de consideración ético-filosófica para mostrar la posibilidad de un tratamiento meramente neutral y descriptivo”⁴⁸. Unido a esto, se llega a abstraer hasta tal punto las acciones de los agentes participantes en el mercado, que finalmente se diluye la responsabilidad de los mismos. En palabras de José Luis Oller Ariño, Director General del MEFF, “la actividad legítima y justa de un conjunto amplio de agentes autónomos

⁴⁵ COMISIÓN EUROPEA (1998a), Servicios financieros: construcción de un marco de acción, Comunicación de 28 de octubre de 1998. En Internet: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l24050.htm>

⁴⁶ COMISIÓN EUROPEA (1998a), apartado 7.

⁴⁷ Op. cit., pág. 179.

⁴⁸ Ibidem.

puede provocar resultados que aparezcan como inapropiados o indeseables y que no respondan al designio y responsabilidad de nadie en particular, por lo que tampoco cabe formular sobre ellos juicio ético”⁴⁹.

En modo alguno creemos que se deban vetar los juicios éticos sobre los resultados y las acciones de los agentes, máxime cuando cualquier decisión tomada en éste ámbito siempre tendrá unas consecuencias concretas sobre accionistas, trabajadores, clientes, o consumidores, cada uno con sus particularidades. Coexisten lo macro y lo micro; la sociedad y los individuos; los mercados, las instituciones y los agentes inversores, ahorradores y mediadores.

Es indudable la importancia de contar con un sistema financiero eficiente para el progreso de las sociedades y en ello tiene gran importancia el papel desarrollado por los mercados de valores, precisamente por centrar su actividad en un bien tan peculiar, además de ser algo más que “simples máquinas de hacer dinero” cuyas reglas de funcionamiento se conviertan en manual de simuladores bursátiles. Un funcionamiento socialmente eficaz y eficiente de los mercados de valores necesita no sólo de una mayor libertad económica o responsabilidad personal en los agentes⁵⁰. Ante el manejo de tal cantidad de riqueza y las consecuencias que directa e indirectamente tienen sobre el conjunto de la sociedad, se requiere de reglas comúnmente aceptadas e instituciones, más que de ecuaciones, modelos estadísticos y operaciones inteligentes⁵¹.

Y es aquí donde tiene pleno sentido la afirmación hecha por la Comisión. Es necesaria una normativa que a la vez que garantiza el acceso a una información adecuada para inversores y la estabilidad y seguridad del mercado, protege a los consumidores de estos servicios, como inversores o como ahorradores. Una concepción meramente funcional del mercado de valores no trasciende más allá del establecimiento de unas reglas del juego, obviando cualquier desventaja en la situación de partida de los inversores; asumiendo dentro de la lógica del sistema las crisis e inestabilidades del mercado y, sobre todo, las consecuencias que exceden el ámbito bursátil; y considerando como distorsiones o ruidos del sistema cualquier normativa que coharte la libertad de acción de los agentes participantes.

No obstante los avances legislativos comunitarios en la materia, entre los que cabría destacar la implementación de un sistema de garantía de inversiones

⁴⁹ OLLER ARIÑO (1995), pág. 236.

⁵⁰ Véase las tesis sobre las que José Luis Fernández desarrolla sus reflexiones en torno a la ética en el sistema financiero, en FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (1994), pág. 391.

⁵¹ FRANCH MENEU (1995), pág. 190.

comparable al existente en el sector bancario⁵², siguen siendo un hecho los incumplimientos de los Estados miembros⁵³ y los casos continuos de intermediarios participantes en los mercados, que desarrollan su actividad mediante los conocidos como “chiringuitos financieros”.

Con esta reflexión tan sólo hemos pretendido rescatar un matiz de estos mercados que si bien es objeto de análisis extenso y profundo en muchos textos, creemos que no es puesto de relieve en las actuaciones de quienes regulan, negocian o participan en esos ámbitos. Alejar a los mercados de valores de cualquier “atisbo de consideración ético-filosófica” es desvirtuar por completo un ámbito creado por y para el encuentro de la naturaleza humana, que a su vez requiere de un marco institucional y jurídico para transformar lo que hoy es razón última y fin en ese ámbito, en tan solo un medio para procurar el bienestar común.

ANEXO: Reinventando el crecimiento económico

Los acontecimientos de los últimos meses han supuesto un decidido empuje en el proyecto de creación de sistemas que integren a los mercados europeos de valores en sus distintos segmentos.

Al proyecto de Euro.NM han solicitado su incorporación los mercados de Oslo y Helsinki. De igual forma, se espera que el correspondiente al nuevo mercado en Londres (o bien, un nuevo segmento que cumpla los requisitos de ingreso en el Euro.NM con mayor solvencia⁵⁴), se integre en breve en un sistema de mercado de valores que ciertamente tienen un componente continental de peso.

Nuevo impulso están viviendo otros mercados, sobre todo los especializados en valores tecnológicos y de rápido crecimiento, como son el Easdaq, el TechMARK de Londres, y el SWX New Market suizo, estos dos últimos de muy reciente creación⁵⁵. El acuerdo entre Francfort y Londres se formalizó definitivamente en el mercado iX, por el cual Francfort asumiría el segmento de valores

⁵² COMISIÓN EUROPEA (1998b), Mercados de valores mobiliarios: situación actual y perspectivas. En Internet: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l24031.htm>

⁵³ Para una relación de los casos recientes de infracción de los Estados miembros de la UE en materia de servicios financieros, véase en Internet: <http://europa.eu.int/comm/dg15/en/finances/infr/index.htm>

⁵⁴ Véase Die Welt-Wirtschaft, de 30 de abril de 1999 (www.welt.de/daten/1999/04/30/0430wi65603.htm)

⁵⁵ Véase ALONSO-MAJAGRANZAS, Beatriz (2000), *Mercados para empresas de alto crecimiento en Europa*, La Revista de Bolsa de Madrid, nº 87, abril, Bolsa de Madrid, pp.10-15.

tradicionales y Londres, los segmentos tecnológico y de derivados. A este nuevo mercado han solicitado incorporarse los mercados de Madrid y Milán.

Y por supuesto, hay que mencionar el caso español. En menos de seis meses la Bolsa de Madrid ha liderado dos proyectos de envergadura: el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros (LATIBEX)⁵⁶ y el de más reciente creación, el Nuevo Mercado, segmento del mercado continuo de la Bolsa de Madrid, que comenzó a operar el 10 de abril de este año⁵⁷. Ambos son ejemplos de los dos tipos de mercados de valores dominantes en la actualidad: los mercados de valores tradicionales y los mercados de compañías de telecomunicaciones, medios y tecnología (TMT).

Si a comienzos de los noventa, la moda de los mercados financieros eran los fondos de inversión, las nuevas estrellas del mercado de valores son las empresas innovadoras en el ámbito tecnológico, que responden a las exigencias de la «nueva economía»: gran potencial de crecimiento y ganancias, unido a un riesgo muy superior al de otros sectores. La «nueva economía» se está gestando en los mercados de valores, y con ello se pretende facilitar el acceso a unas fuentes de financiación asequibles y eficaces para desarrollar proyectos empresariales de elevado potencial de crecimiento, pero con un muy alto riesgo. Este riesgo, justificado en la normativa jurídica desarrollada a la fecha como la «incertidumbre de lo novedoso», lleva a una protección mayor del inversor que se formaliza exclusivamente mediante el requerimiento de una información más detallada sobre los factores relevantes para el desarrollo de la actividad de la empresa, los riesgos asociados a la actividad, planes futuros de inversión y financiación, y estabilidad futura de la estructura de propiedad en la empresa.

Precisamente la reciente creación de la mayoría de estos proyectos, y ciertas peculiaridades de los mismos, les impiden cumplir ciertos requisitos establecidos para su admisión a cotización en los mercados de valores tradicionales, lo que ha requerido de la creación de nuevos segmentos que les dieran cabida.

Visto el decidido apoyo que las autoridades de los países miembros de la Unión Europea prestaron en la reciente Cumbre de Lisboa a este nuevo filón

⁵⁶ Véase GARRIDO, Javier (1999), *Respaldo unánime a Latibex, el Mercado de valores latinoamericanos en euros*, La Revista de Bolsa de Madrid, nº82, noviembre, Bolsa de Madrid, pp.4-17; y SÁNCHEZ, María José (1999), *Latinoamérica hoy*, en: Op.cit., pp.18-25.

⁵⁷ Aprobada por Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999 (publicado en el BOE de 30 de diciembre de 1999), y desarrollado en la Circular 1/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (publicado en el BOE de 17 de febrero de 2000), por la que se establece las condiciones particulares de admisión y permanencia del “Nuevo Mercado”. Así mismo, véase FERRÁN, Eduardo (2000), *El nuevo mercado da sus primeros pasos*, La Revista de Bolsa de Madrid, nº87, abril, Bolsa de Madrid, pp.6-9.

para retomar la senda del crecimiento económico, si las optimistas y renovadas expectativas provocadas por estos valores, y materializadas en elevadas y vertiginosas capitalizaciones bursátiles, no se llegan a realizar, el estallido de la “burbuja tecnológica” afectaría a algo más que las carteras de valores de los inversores. Seguramente, las amplias posibilidades de integración que se ofrecen entre los distintos segmentos nacionales sea un aliciente más para los sobredimensionamientos que han sufrido este tipo de valores. Pero finalmente sería un golpe a esta nueva y decidida revitalización de la idea del crecimiento económico, cuando parecía que el paso que restaba era el de la redistribución y el desarrollo. Y es que la feroz especulación que se desarrolla en estos mercados no parece servir como garantía de estabilidad a un sector en torno al cual se han creado tantas expectativas de crecimiento y generación de empleo (y no sólo de alta cualificación).

Ante este panorama, al consumidor de servicios de inversión que se ha animado a invertir en estos valores, debe asumir que no se trata tan sólo entrar en un nuevo sector económico; la velocidad a la que maduran los cambios en esta “nueva economía” no permite equivocaciones. Tan sólo le queda exigir una transparencia informativa que le permita tomar conciencia real del riesgo que está asumiendo.

Bibliografía

- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999), «El sector bancario en el área del euro: características fundamentales y tendencias», *Boletín mensual*, Abril, Francfort.
- COMISIÓN EUROPEA (1998a), Servicios financieros: construcción de un marco de acción, Comunicación de 28 de octubre de 1998. En Internet: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l24050.htm>
- COMISIÓN EUROPEA (1998b), Mercados de valores mobiliarios: situación actual y perspectivas. En Internet: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/es/lvb/l24031.htm>
- EUROPEAN STOCK MARKET INDEXES WEBSITE, Austrian Traded Index ATX 50, Institute for Advanced Studies y Skandia Leben AG, Viena. En Internet: <http://www.finix.at>
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J.L. (1994), «Sistema financiero y problemas morales: una agenda para la reflexión ética», en *Revista de Fomento Social*, Núm. 49, ETEA, Córdoba, pp.387–412.
- GARCÍA SANTOS, N. (1996), «La integración de los mercados financieros en el marco de la Unión Monetaria», en *Ekonomi Gerizan*, N° III, Fundación de Cajas de Ahorros Vascos–Navarras, Bilbao, pp.147–160.
- GARCÍA TRUJILLO, S. (1999), «Tiempos de cambio en las bolsas (II)», *EL PAÍS*–

Negocios, 25-26 de diciembre, pág.19.

- GARCÍA VAQUERO, V. (1998), «Oportunidades y estrategias ante el mercado único de servicios de inversión», *Cuadernos de Información Económica*, Núm. 131, febrero, pp.73-88.
- GRILLI, V. y DI GIORGIO, G. (1997), *Integración financiera y monetaria europea*, Estudios Bancarios, Fundación BBV, Bilbao.
- MCCAULEY, R.N. y WHITE, W.R. (1997), «The euro and european financial markets», Bank of International Settlements, *Working Paper* nº 41, Julio, Basilea, 65 pp.
- MIGUEL COLOM, M^a.M. et al. (1998), «Integración de las principales bolsas de la Unión Europea: un análisis reciente», *Actualidad Financiera*, julio, pp.3-21.
- ONTIVEROS BAEZA, E. (1997), «Los mercados financieros en la Unión Monetaria», en: Varios, *Los retos de la Unión Europea ante el siglo XXI*, Banco del Comercio, Madrid, pp.129-145.
- SOLER MOVILLA, M^a.Á. (1999), «EASDAQ y EURO.NM: mercados paneuropeos para PYMES», *Actualidad Financiera*, enero, pp.41-60.
- VALERO, F.J. (1998), «¿Hacia una bolsa unificada en Europa?», *Cuadernos de Información Económica*, Núm. 136/137, julio/agosto, pp.240-241.